

### Cendres+Métaux Holding SA

#### Zusammenfassung

- Im Geschäftsjahr 2019 vollzog die Cendres+Métaux SA (CM) die operative Trendwende nach mehreren Jahren mit kostenintensiven Expansions- und Reorganisationsschritten. Obwohl die Vorjahreszahlen aufgrund des 15 Monate dauernden Langgeschäftsjahres 2017/2018 nur bedingt vergleichbar sind, zeigen sich doch ein mit 146.3 Mio. CHF stabiler Umsatz sowie eine Rückkehr in die Gewinnzone auf EBITDA-, EBIT- und Reingewinn-Stufe. Auch der Free Cashflow bewegt sich mit 3.1 Mio. CHF wieder im positiven Bereich.
- 2019 traten zwei Verwaltungsratsmitglieder zurück. Das neue Management beendete die zuvor betriebene Expansionspolitik mit Käufen von Start-ups oder nicht zu den Kernkompetenzen gehörenden Firmen. Die Ausgliederung der Tochter Diavantis wurde rückgängig gemacht. Statt der Diversifikation in neue Gebiete wie Uhrwerksherstellung oder Projekte in den Bereichen Dental/Medical ist die Strategie nun geprägt von der Rückkehr zur Kernkompetenz Edelmetallverarbeitung und der komplexen mikromechanischen Fertigung.
- Ausserordentliche Einnahmen in Höhe von 9.6 Mio. CHF, hauptsächlich durch den Verkauf eines Betriebsgeländes in Biel, halten sich mit a.o. Kosten von 9 Mio. CHF die Waage. Diese Kosten entstanden vor allem durch die Reintegration von Diavantis, Restrukturierungen und Rückstellungen in den Filialen.
- Die Aktie hat die negativen geschäftlichen Entwicklungen der Vorjahre seit dem Hoch in 2017 durch die Kurshalbierung korrekt antizipiert. Nach vier Jahren mit rückläufigem Eigenkapital ist jedoch 2019 wieder eine Stärkung der Bilanz gelungen. Der Buchwert stieg von 2'812 CHF auf nun 3'041 CHF, der Gewinn je Aktie von -2.79 CHF auf 112.79 CHF. Der Turnaround könnte allerdings durch die schwer abschätzbaren Auswirkungen von Pandemie und Lockdown für eine kurze Periode unterbrochen werden.

**Datum:** 11.06.2020  
**Branche:** Industrie  
**Autor:** Karim Serrar & Björn Zern  
 Zern & Partner GmbH

#### Aktie (Namen Serie à 100 CHF)

Valorennummer: **157.936**  
 Kurs bez. (10.06.20): **5'000.0 CHF**  
 Anzahl Aktien: **14'000**  
 Marktkapitalisierung: **70.0 Mio. CHF**  
 Grösste Aktionäre: **10 Grossaktionäre (> 2%), weitere 310 Kleinaktionäre**

#### Kennzahlen je Titel (in CHF)

	2019	2017/18*
Aktienkurs aktuell / 31.12.18	<b>5'000.0</b>	<b>7'500.0</b>
Reingewinn	<b>112.8</b>	<b>-2.8</b>
Ausgew. Buchwert	<b>3'040.6</b>	<b>2'811.9</b>
Dividende/Ausschüttung	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
KGV	<b>44.3</b>	<b>n/a</b>
KBV	<b>1.6</b>	<b>2.7</b>
Div.-Rendite in %	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

\* Langgeschäftsjahr 15 Monate

#### Kursentwicklung



Höchst / Tiefst 1 Jahr	<b>5'800.0 / 4'500.0</b>
Performance 1 Jahr	<b>-12.3%</b>
Performance 3 Jahre	<b>-45.7%</b>

#### Termine

6. Mai 2021 **Generalversammlung**

#### Links & Leitung

[www.cmsa.ch](http://www.cmsa.ch)  
 Aktionärsbrief 2019

VRP: Carole Hübscher Clements  
 CEO Luxury+Industry: Philipp von Büren  
 CEO Medtech: Ronald J. Lenzeder

#### Unternehmenszahlen

(in Mio. CHF)

	2019	2017/18*	2016/17
<b>Nettoumsatz</b>	146.3	154.5	123.0
<b>Umsatzwachstum in %</b>	-5.3	25.7	-3.3
<b>EBITDA</b>	8.9	-0.2	-1.8
<b>EBITDA-Marge in %</b>	6.1	-0.2	-1.5
<b>EBIT</b>	3.6	-7.2	-25.6
<b>EBIT-Marge in %</b>	2.5	-4.7	-20.8
<b>Reingewinn</b>	1.6	0.0	-1.4
<b>Reingewinn-Wachstum in %</b>	n/a	n/a	n/a
<b>Ausgew. Eigenkapital</b>	42.6	39.4	47.0
<b>EK-Quote in %</b>	16.3	15.1	20.1

Quelle: Geschäftsberichte 2017-19  
 \* Langgeschäftsjahr 15 Monate

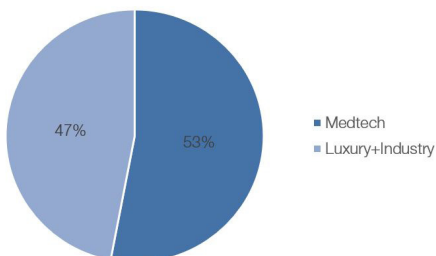
## Unternehmensprofil

Hervorgegangen ist die heutige Cendres + Métaux (CM) aus der Fusion der Edelmetallschmelzen Louis Aufranc und Zanelli im Jahr 1924. Die Wurzeln reichen jedoch bis 1885 zurück. Der Unternehmensname – Asche und Metalle – verweist auf die Kernkompetenz: das Schmelzen und Scheiden von Metallen und insbesondere Edelmetallen. Seit den 1920er Jahren war das Unternehmen als Material-Lieferant für die Schweizer Uhren- und Schmuckindustrie tätig. Der Strukturwandel der letzten beiden Jahrzehnte erforderte jedoch Anpassungen. Nicht zuletzt aufgrund der hohen Kostenbasis in der Schweiz und des verschärften Wettbewerbs durch asiatische Anbieter mussten die Aktivitäten im Bereich Schmuck 2016 mangels Wirtschaftlichkeit eingestellt werden. Zuletzt war CM Hersteller von Schmuck für bekannte Marken gewesen.

Im Bereich hochpreisiger Uhren nehmen Schweizer Marken dagegen unverändert die globale Spitzenposition ein. CM ist insbesondere als Lieferant anspruchsvoller mikromechanischer Teile für das Luxus-Segment tätig sowie als Hersteller von Schwungmassen, Gehäusen und weiteren Komponenten für Uhrenhersteller des höherpreisigen Segments. Die Marktposition wurde über die Jahre gezielt durch Zukäufe arrondiert und verbessert. Allerdings war die über Jahre verfolgte Ambition, weitere Teile der Wertschöpfungskette ausserhalb der Kernkompetenz abzudecken, kontraproduktiv. Denn die langjährigen Auftraggeber wollten sowohl Konkurrenz als auch mögliche Abhängigkeiten vermeiden. Anlässlich der seit Frühling 2019 verfolgten Refokussierung auf die Kernkompetenzen und das Kerngeschäft wurden viele nicht dazu passende Aktivitäten wieder eingestellt.

Im Jahr 2019 brach CM das alte Refining-Gebäude ab und nahm die Produktion in einem neu erstellten Gebäude auf. Somit stellt sie den Edelmetall-Kreislauf der Rezyklierung, Produktion und Verarbeitung aus einer Hand sicher. Die Sparte Luxury+Industry ist für rund die Hälfte des Gesamtumsatzes (ohne Edelmetall) verantwortlich. Durch die Akquisition der Queloz SA im Jahr 2018 hat sich dieser Anteil markant erhöht.

**Abb. 1: Umsatzanteile der Geschäftsbereiche**



Quelle: Geschäftsbericht 2019

Rund die Hälfte des Geschäfts entfällt inzwischen auf den zweiten Bereich Medtech. Traditionell ist CM Medtech ein Hersteller von Dentalimplantaten für namhafte, global tätige Konzerne sowie von Legierungen für Kronen und Brücken, die von Zahntechnikern und -ärzten verwendet werden. Weiterhin werden neurologische Implantate sowie Implantate oder Komponenten für Mittelohrknöchelersatz hergestellt. Die vielversprechende und innovative Eigenentwicklung

«Seit den 1920er Jahren war das Unternehmen als Material-Lieferant für die Schweizer Uhren- und Schmuckindustrie tätig.»

«Traditionell ist CM Medtech ein Hersteller von Dentalimplantaten für namhafte, global tätige Konzerne.»

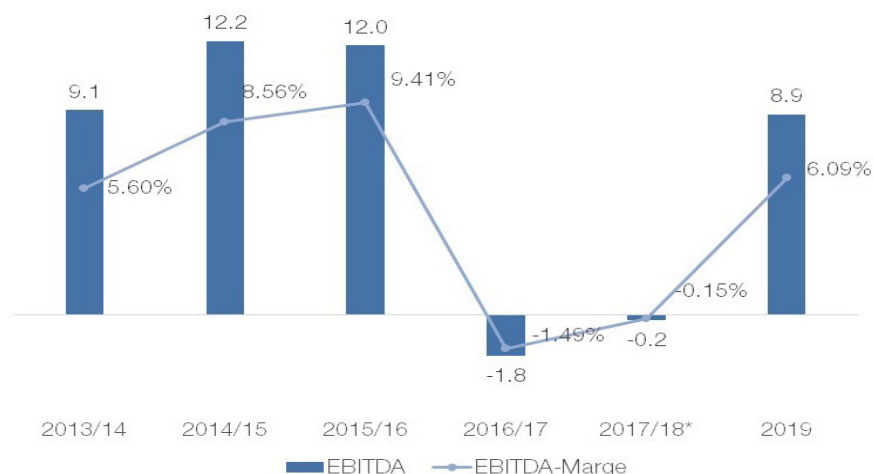
“bone-anchored port“ sollte ausgegliedert und durch externe Investoren bis zur Marktreife finanziert werden, was jedoch scheiterte. Die Tochter Diavantis wird im laufenden Geschäftsjahr wieder vollständig in die Medtech-Sparte von CM integriert. Auch im Geschäftsfeld Medtech konnten sich die vor allem im Dentalbereich forcierten Bestrebungen, zum Vollanbieter zu werden, am Markt nicht durchsetzen und wurden daher 2019 eingestellt, respektive rückgängig gemacht.

## Geschäftsverlauf

Der Umsatz von CM ist 2019 organisch um 11% auf 146.3 Mio. CHF gegenüber dem 15 Monate umfassenden vorhergehenden Langgeschäftsyear gestiegen. 7% des Umsatzanstiegs entfällt auf die steigenden Preise für Edelmetalle. 4% betrug das organische Wachstum ohne Edelmetall. Letztmals enthalten sind die Zahlen von CM Microtech, CM Korea und CM Grossbritannien. Erstmals enthalten sind dagegen die 12-Monats-Zahlen der im Oktober 2018 akquirierten Queloz. Aufgrund der ausgeübten Kostendisziplin konnte die Bruttomarge von 48.7% auf 49.6% gesteigert werden. Wie in den Vorjahren sind Bilanz sowie Erfolgsrechnung von zahlreichen einmaligen Sonderkosten und -massnahmen geprägt. Das Gelände der alten Goldschmelze in Biel wurde saniert und an den neuen Eigentümer übergeben, was sich zusammen mit Versicherungszahlungen und Rückbuchungen von Rückstellungen in ausserordentlichen Erträgen von 9.6 Mio. CHF niederschlägt. Der Neubau in Lyss führt zu einer Immobilienaufwertung von 7.6 Mio. CHF. Abschreibungen in Höhe von insgesamt 11 Mio. CHF mussten dagegen insbesondere auf das Projekt Diavantis vorgenommen werden.

Positiv wirkte sich der steigende Goldpreis aus, der 2019 von 1'283 USD je Feinunze auf 1'552 USD angestiegen ist. Trotz des starken Anstiegs ist der Bilanzwert des Warenlagers um 0.3 Mio. CHF auf 183.4 Mio. CHF zurückgegangen, was einen Lagerabbau dokumentiert. Gleichzeitig waren höhere Schwankungsreserven zu bilden, und die Metallkredite fielen um 3.2 Mio. CHF höher aus. Die höheren Edelmetallpreise führten auch zu einem Anstieg der Edelmetallguthaben der Kunden um 8.5 Mio. CHF. Auf EBITDA-Stufe zeigt sich der operative Turnaround mit einem Swing von -0,2 Mio. CHF im 15 Monate langen vorigen Geschäftsjahr auf positive 8.9 Mio. CHF.

Abb. 2: EBITDA und EBITDA-Marge 2013/14-2019 (in Mio. CHF)



«Auch im Geschäftsfeld Medtech konnten sich die Bestrebungen, zum Vollanbieter zu werden, am Markt nicht durchsetzen.»

«Positiv wirkte sich der steigende Goldpreis aus.»

Quelle: Geschäftsberichte 2014-2019; \*Langgeschäftsjahr 15 Monate

Angesichts fast unveränderter Abschreibungen auf 12-Monats-Basis von 5.3 Mio. CHF drehte auch das EBIT deutlich von -7.2 Mio. CHF auf positive 3.6 Mio. CHF. Der Reingewinn fiel aufgrund einer ungewöhnlich hohen Steuerquote von 49% mit 1.3 Mio. CHF noch positiv aus. Auf eine Dividendenzahlung wurde abermals verzichtet.

## Aussichten

Laut der neuen Geschäftsführung zahle sich die Refokussierung und Beendigung unrentabler Aktivitäten aus. Das Unternehmen habe sich im ersten Quartal 2020 über Budget entwickelt. Zum Corona-Effekt auf die beiden Geschäftsbereiche wird allerdings wenig gesagt. Zwei Monate lang wurden jedoch keine Operationen und Zahnersatz-Behandlungen durchgeführt. Wichtige Auftraggeber reagierten bereits mit Entlassungen und down-sizing. Im Uhrenbereich sind die Läden und Mono-Label-Stores in der Schweiz, Hongkong und nahezu überall geschlossen geblieben, die Schweizer Uhren-Exporte sind eingebrochen.

Andererseits bestehen bei den für CM wichtigen Luxus-Uhren unverändert Wartezeiten von mehreren Monaten. Entsprechend erscheint die Auslastung bei CM in diesem Segment bislang nach wie vor auf Monate hin gesichert. Dennoch fehlt im Segment der höherpreisigen Uhren die Nachfrage durch asiatische Touristen.

Auch im Medtech-Bereich sind die mittelfristigen Perspektiven wesentlich vom weiteren Verlauf der Pandemie abhängig. Eine vollständige Normalisierung des Operationsbetriebes in den Kliniken und der Arbeit der Zahnärzte benötigt als Voraussetzung ein weitgehendes Abklingen der Infektionsgefahren.

Im Geschäftsbericht fand sich ein Hinweis auf den möglichen Verlust des Zugangs Schweizer Medizinprodukte zum EU-Markt ab Mai wieder. Doch am 17. April, nach Drucklegung des Geschäftsberichts, wurde der barrierefreie Zugang zum EU-Markt zunächst um ein Jahr verlängert. Im negativen Fall könnte dieses regulatorische und politische Risiko erhebliche Auswirkungen auf CM Medtech haben. Eine weitere Belastung könnte aus der Eskalation in Hongkong wegen des nun beschlossenen Auslieferungsgesetzes an die Volksrepublik China erwachsen sowie, im globalen Kontext, die dadurch ausgelöste erneute Eskalation zwischen den USA und China. Speziell mit Blick auf die ausbleibenden asiatischen Touristen in Hongkong und der Schweiz werden die Perspektiven für den Absatz von höherpreisigen Uhren deutlich verdüstert.

## Fazit

2019 war wiederum ein „Übergangsjahr“, und auch 2020 wird schon aufgrund der Corona-Krise ein weiteres. Erfreulich ist das Ende der wenig durchdachten Akquisitionen und häufigen Reorganisationen und Restrukturierungen. Die im Geschäftsjahr 2019 erzielten Erfolge wie die weitgehende Bereinigung der Bilanz von den Fehlentscheidungen der Vorjahre, die Simplifizierung der Unternehmensstrukturen, das Überschreiten des operativen Break-even sowie die erneute Konzentration auf die Kernkompetenz als Zulieferer der traditionellen Kunden und die erneute Gewinnung ihrer Akzeptanz zeigen, dass die Fehler der Vergangen-

«Laut der neuen Geschäftsführung hat sich das Unternehmen im ersten Quartal 2020 über Budget entwickelt.»

«Der barrierefreie Zugang von Schweizer Medizinprodukten zum EU-Markt wurde um ein Jahr verlängert.»

heit bereinigt werden. Nun hat die volle Wiederherstellung der Gewinnstärke Priorität. Die neue Geschäftsführung wird allerdings erst einmal beweisen müssen, dass CM jetzt die Weichen richtig gestellt hat und nachhaltig in die Gewinnzone zurückgekehrt ist.

Neben der Corona-Krise und ihren weitreichenden Auswirkungen steht CM aber auch vor weiteren Herausforderungen. Der herkömmliche Zahnersatz wird zunehmend durch die 3D-Produktion direkt in der Zahnarzt-Praxis ersetzt. Das Verfahren ist weitaus günstiger und weniger kompliziert in der Anwendung. Dazu kommt die gleichwertige Funktionalität. Weiterhin könnte ein Ausbleiben asiatischer Touristen in der Schweiz und in Hongkong eine signifikante Verschlechterung für die Absatzperspektiven höherpreisiger Uhren bedeuten.

Die Aktie bewegt sich bei Kursen um 5'000 CHF auf dem Niveau der Handelsaufnahme 2004 und tief unter den mehrfach erreichten Kursen über 10'000 CHF. Allerdings waren auch die Geschäftszahlen der letzten Jahre enttäuschend, wozu die vor 2019 schwache Goldpreisentwicklung ebenfalls beitrug. Positiv ist trotz der Wertvernichtung über die Jahre, dass CM mit einem Buchwert von 3'040 CHF je Aktie immer noch ausreichend Substanz aufweist, um auch Krisen bewältigen und überleben zu können.

Wenn auch die ausgewiesene Eigenkapitalquote von 16.3% niedrig erscheint, so ist das tatsächliche Eigenkapital sehr viel höher. Zum Fremdkapital zählen Rückstellungen von 91.6 Mio. CHF, die überwiegend Eigenkapitalcharakter haben. Rein rechnerisch würde sich so ein Eigenkapital von 134.2 Mio. CHF oder 9'583 CHF je Aktie ergeben. Die EK-Quote würde dann bei knapp 52% liegen. Zudem sind die umfangreichen Warenlager traditionell konservativ bewertet.

Dennoch gibt es in der gegebenen Situation und angesichts der mit hohen Unsicherheiten behafteten wirtschaftlichen Perspektiven aufgrund der Corona-Krise zum jetzigen Zeitpunkt keinen stichhaltigen Grund, die CM-Aktie zu kaufen.

**«Positiv ist trotz der Wertvernichtung über die Jahre, dass CM mit einem Buchwert von 3'040 CHF je Aktie immer noch über ausreichend Substanz verfügt.»**

## Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es wurde durch die Zern & Partner GmbH erstellt und ist zur Verteilung in der Schweiz bestimmt. Es darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, welche die Zern & Partner GmbH für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können Informationen unvollständig sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an andere Personen weiterverteilt werden.

Eine Anlageentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des analysierten Emittenten darf nicht allein auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen. In jedem Fall muss hierfür ein Verkaufsprospekt beigezogen werden, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist.

Die in diesem Dokument besprochenen Anlagen können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage nicht geeignet sein. Anleger sollten vor der Erteilung eines Auftrages in jedem Fall mit ihrer Bank, ihrem Broker oder ihrem Anlage- oder Vermögensberater Kontakt aufnehmen.

Die Zern & Partner GmbH und der Autor dieser Studie unterstellen sich den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch Swiss Banking).

Der Autor dieser Studie hält persönlich oder über mit ihm verbundene Dritte keine Wertpapiere und Wertrechte des analysierten Emittenten sowie auch keine aus diesen abgeleitete Derivate. Der Autor ist mit dem untersuchten Unternehmen/Emittenten in keiner Weise verflochten, weder über wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse.

Die Zern & Partner GmbH kann Wertpapiere, Wertrechte oder Derivate des beschriebenen Emittenten halten. Die Positionen werden bei Erstellung der Studie veröffentlicht (ohne Anzahl oder Wert). Während einer Sperrfrist von 30 Tagen vor und 30 Tagen nach Erstellung der Studie erfolgen keine Käufe oder Verkäufe in Wertpapieren oder Wertrechten des analysierten Emittenten sowie in daraus abgeleiteten Derivaten.

Die Zern & Partner GmbH ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden. Die Zern & Partner GmbH ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die Berner Kantonalbank AG (nachfolgend BEKB genannt) keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Zern & Partner GmbH verantwortlich.

Der Wert der Anlage, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Anlage in einer Währung oder basierend auf einer Währung getätigt wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und den Erfolg der Anlage haben. Preise und Kursentwicklungen aus der Vergangenheit geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Anlage. Die Zern & Partner GmbH übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete erwartete Ertrag oder allfällig genannte Kursziele erreicht werden. Änderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Der Erfolg aus Anlagen unterliegt Marktrisiken.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.